

2017年01月23日

贵州茅台 (600519.SH)

高端稳步扩容，预计茅台2020年市值天花板7000亿以上

■品牌集中度极高的高端白酒稳步扩容几无悬念。在公款消费退出，高端白酒价格回归背景下，茅台2014年初率先企稳，动销好转，2016年以来，茅台量增价升，2016-17之交，茅台批价快速上行至1100元上方，2016年以“茅、五、泸（国窖系列）”为核心的高端白酒整体增长10%-15%，增幅近4000吨。随着中产阶级、大众富裕阶层的壮大，在公款消费退出背景下，高端以其总量稀缺性（行业量的占比0.35%-0.4%左右）获得了商务和大众富裕阶层需求的有力支撑。

■茅台短期2017业绩确定性非常高，中期“十三五规划”千亿目标彰显自信。公司已披露了2016年经营数据和2017年经营计划，集团总结大会提到2017“654321规划”，2017年目标实现600亿收入，同比口径增长约20%，集团高层讲话“以更加优异成绩迎接党的十九大和省第十二次党代会”，我们认为这既预示着2017年业绩的确定性，也反映了公司发展自信，自信心还体现在集团十三五规划——收入达到千亿元级，如果这一规划得以实现，公司酒业收入应达到800亿附近。

■简单估算2020年市值有望达到7000亿以上，市值天花板仍远。茅台集团于官网披露的“十三五规划”中提千亿销售愿景，我们按1000亿简单估算，其中酒业约800亿体量（含税，或另外按2016、17年4万吨茅台基酒，1000元/瓶测算再加上系列酒百亿附近，2017年系列酒43亿目标）。考虑到酒业净利润率50%附近，茅台净利润按照十三五规划，预计2020年可达到350亿附近，如果给20-25倍稳定估值，预计2020年对应市值7000-8750亿元，距离当前4459亿市值有56%以上的空间，也即公司市值天花板仍远。

■重视茅台供给偏紧价格坚挺向上对五粮液的积极影响。茅台酒产量取决于5年前基酒产量，按照茅台2014-15年基酒产量情况（2014和2013接近，2015大幅下降）和2017年放量情况，2018-2019年茅台供给偏紧，需求缺口明显，也即茅台价格坚挺和上升更符合逻辑，在此情况下，五粮液未来2年量增价升是大概率事件。茅台价格提升对整个高端的带动明显，对酒业生态改善贡献大。

■投资建议：公司是短期业绩确定性高，中期规划信心足的优质标的，在价放量紧情况下，公司具备更好的超预期能力。调高6个月目标价至405.00元，预测2017-2018年每股收益分别为16.10元和19.89元，目标价相当于2017年25倍的动态市盈率。

■风险提示：下游需求不达预期导致十三五规划目标无法实现，估值受制于一般估值区间认知而不能有效突破。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	32,217.2	33,446.9	39,989.0	47,735.3	58,333.8
净利润	15,349.8	15,503.1	16,776.1	20,223.1	24,983.3
每股收益(元)	12.22	12.34	13.35	16.10	19.89
每股净资产(元)	42.53	50.89	57.40	65.45	75.40

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	29.1	28.8	26.6	22.1	17.8
市净率(倍)	8.3	7.0	6.2	5.4	4.7
净利润率	47.6%	46.4%	42.0%	42.4%	42.8%
净资产收益率	28.7%	24.3%	23.3%	24.6%	26.4%
股息收益率	1.1%	1.7%	1.9%	2.3%	2.8%
ROIC	90.9%	61.8%	64.1%	67.8%	58.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A  
维持评级

6个月目标价：405.00元  
股价(2017-01-20) 354.99元

交易数据

总市值(百万元)	445,937.66
流通市值(百万元)	445,937.66
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	196.64/355.08元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	8.53	15.17	74.63
绝对收益	8.01	16.21	81.71

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001  
sucheng@essence.com.cn  
021-35082778

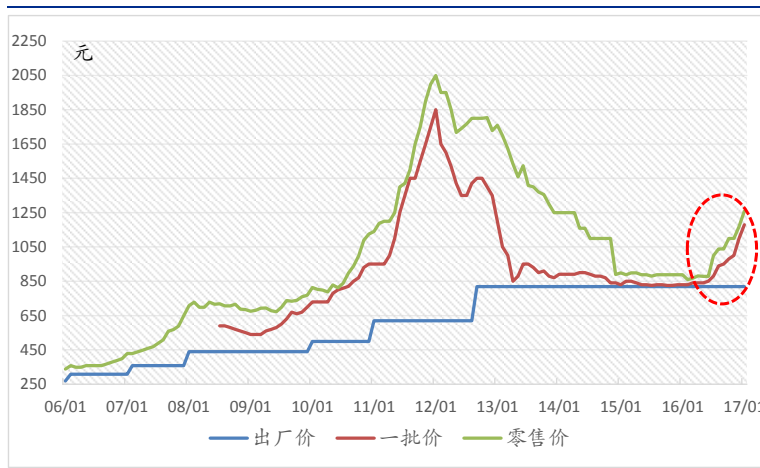
相关报告

贵州茅台：强劲真实需求驱动增长，估值空间打开	2016-10-31
贵州茅台：独步高端白酒，赚钱效应突出	2016-08-28
贵州茅台：旺季连续新高，龙头优势持续强化	2016-04-21
贵州茅台：从放量到稳价，超强操盘力显从容	2016-03-24

## 贵州茅台：公款消费退出，批价上行坚挺

从2016年初840元附近，到2017年初的1150-1200元，茅台批价上涨幅度越40%。品牌集中度极高的高端白酒稳步扩容几无悬念。在公款消费退出，高端白酒价格回归背景下，茅台2014年初率先企稳，动销好转，2016年以来，茅台量增价升，2016-17之交，茅台批价快速上行至1100元上方，2016年以“茅、五、泸（国窖系列）”为核心的高端白酒整体增长10%-15%，增幅近4000吨。随着中产阶级、大众富裕阶层的壮大，在公款消费退出背景下，高端以其总量稀缺性（行业量的占比0.35%-0.4%左右）获得了商务和大众富裕阶层需求的有力支撑。这一消费基础更坚实，发展更健康。

图1：贵州茅台的批价走势



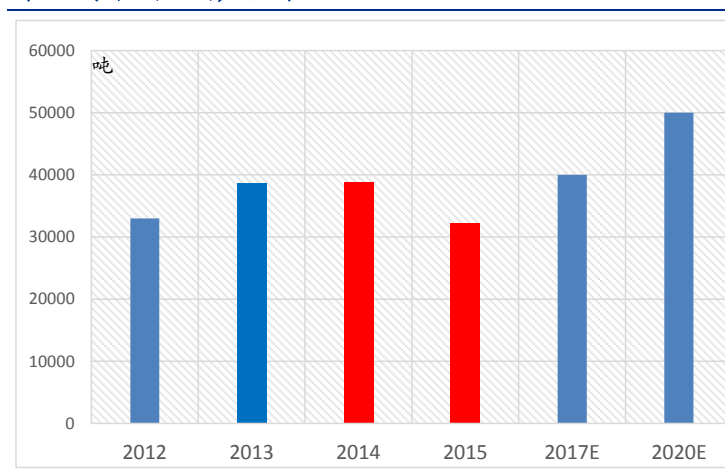
资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2018-19 供给缺口明显，出厂价批价双提升可期

按照茅台酒生产工艺，茅台当年销售量取决于4年前基酒产量。

根据2014-15年基酒产量推导，2018年供应量3万吨左右，2019年低于3万吨，而2017年实际需求即达到3万吨，因此，预计茅台供给偏紧的情况在2018年和19年会集中体现，茅台高端最厚渠道利润为酒厂提价提供充分条件，出厂价提升反过来又会对批价产生正向促进，2018-19年前后茅台批价达到前期（2011）高点可能性存在。

图2：茅台酒基酒产量情况



资料来源：wind，公司年报，安信证券研究中心

## 短期 2017 业绩确定，中期市值天花板高

公司已披露了 2016 年经营数据和 2017 年经营计划，集团总结大会提到 2017 “654321 规划”，2017 年目标实现 600 亿收入，同比口径增长约 20%，集团高层讲话“以更加优异成绩迎接党的十九大和省第十二次党代会”，我们认为这既预示着 2017 年业绩的确定性，也反映了公司发展自信，自信心还体现在集团十三五规划——收入达到千亿元级，如果这一规划得以实现，公司酒业收入应达到 800 亿附近。

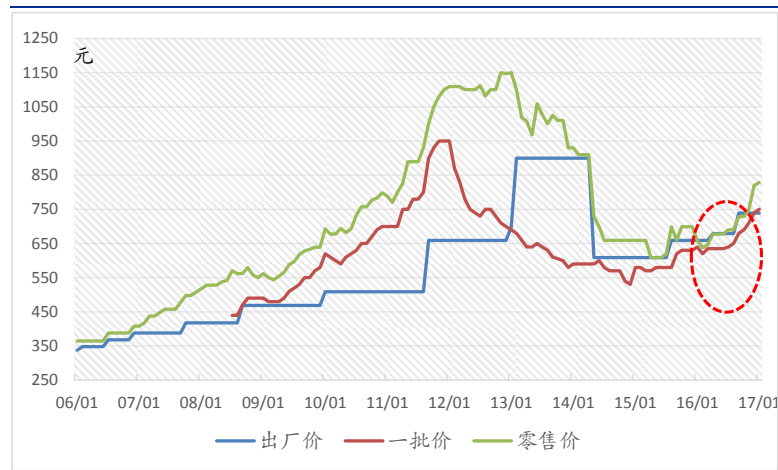
简单估算 2020 年市值可达 7000 亿以上，市值天花板仍远。茅台集团于官网披露的“十三五规划”中提千亿销售愿景，我们按 1000 亿简单估算，其中酒业约 800 亿体量（含税，或另外按 2016、17 年 4 万吨茅台基酒，1000 元/瓶测算再加上系列酒百亿附近，2017 年系列酒 43 亿目标）。考虑到酒业净利润率 50% 附近，茅台净利润按照十三五规划，预计 2020 年可达到 350 亿附近，如果给 20-25 倍稳定估值，预计 2020 年对应市值 7000-8750 亿元，距离当前 4459 亿市值有 56% 以上的空间，也即公司市值天花板仍远。

## 高端品牌集中度极高，茅台一枝独秀，五粮液顺价拐点

重视茅台供给偏紧价格坚挺向上对五粮液的积极影响。茅台酒产量取决于 5 年前基酒产量，按照茅台 2014-15 年基酒产量情况（2014 和 2013 接近，2015 大幅下降）和 2017 年放量情况，2018-2019 年茅台供给偏紧，需求缺口明显，也即茅台价格坚挺和上升更符合逻辑，在此情况下，五粮液未来 2 年量增价升是大概率事件。

当前五粮液销售实现顺价，2017 年五粮液“控量挺价，增量溢价”，渠道利润开始恢复。近期我们看到五粮液渠道库存加速出清，我们对五粮液新价格执行持乐观态度。结合公司混改员工持股后态度，我们认为公司已经迎来最好时点：顺价拐点和公司治理拐点，低估值和业绩向好确定性强。

图 3：五粮液批价上行明显，提价成功



资料来源：wind，经销商调研和安信证券研究中心整理

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	32,217.2	33,446.9	39,989.0	47,735.3	58,333.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,338.6	2,538.3	3,400.5	5,055.1	5,948.7	营业收入增长率	3.7%	3.8%	19.6%	19.4%	22.2%
营业税费	2,789.0	3,449.2	5,598.5	6,682.9	8,166.7	营业利润增长率	1.4%	0.3%	9.8%	20.3%	23.3%
销售费用	1,674.7	1,485.0	2,399.3	1,909.4	2,333.4	净利润增长率	1.4%	1.0%	8.2%	20.5%	23.5%
管理费用	3,378.5	3,812.9	4,318.8	4,869.0	5,833.4	EBITDA 增长率	3.8%	0.9%	10.7%	20.9%	23.3%
财务费用	(123.2)	(67.3)	(64.6)	(62.0)	(59.5)	EBIT 增长率	3.0%	0.6%	9.5%	20.4%	23.4%
资产减值损失	0.4	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	NOPLAT 增长率	2.7%	1.1%	8.7%	20.4%	23.4%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	48.8%	4.8%	13.8%	42.5%	8.1%
投资和汇兑收益	3.1	3.9	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	25.3%	19.7%	13.9%	15.0%	16.1%
<b>营业利润</b>	22,103.0	22,159.0	24,337.0	29,281.4	36,111.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	(220.6)	(157.3)	(245.2)	(245.2)	(245.2)	毛利率	92.7%	92.4%	91.5%	89.4%	89.8%
<b>利润总额</b>	21,882.3	22,001.7	24,091.9	29,036.2	35,866.5	营业利润率	68.6%	66.3%	60.9%	61.3%	61.9%
减:所得税	5,613.0	5,546.7	6,263.9	7,549.4	9,325.3	净利润率	47.6%	46.4%	42.0%	42.4%	42.8%
<b>净利润</b>	15,349.8	15,503.1	16,776.1	20,223.1	24,983.3	EBITDA/营业收入	70.7%	68.8%	63.7%	64.5%	65.0%
						EBIT/营业收入	68.4%	66.3%	60.7%	61.2%	61.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	106	117	115	115	106
货币资金	27,710.7	36,800.7	42,296.6	40,040.4	50,331.2	流动营业资本周转天数	83	94	80	119	144
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	500	606	659	650	604
应收账款	85.2	48.4	208.4	58.9	252.6	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	1,847.8	8,578.9	7,563.7	9,016.7	11,026.0	存货周转天数	150	178	206	252	243
预付账款	2,864.2	1,477.7	3,466.4	2,781.1	3,468.0	总资产周转天数	678	819	860	832	760
存货	14,982.4	18,013.3	27,746.6	39,122.6	39,567.0	投资资本周转天数	250	295	270	292	292
其他流动资产	80.6	85.3	83.0	84.2	83.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	4.0	29.0	29.0	29.0	29.0	ROE	28.7%	24.3%	23.3%	24.6%	26.4%
持有至到期投资	60.0	0.0	36.7	32.2	23.0	ROA	24.7%	19.1%	17.0%	18.5%	20.4%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	90.9%	61.8%	64.1%	67.8%	58.7%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>费用率</b>					
固定资产	10,375.8	11,416.6	14,218.3	16,380.1	17,868.9	销售费用率	5.2%	4.4%	6.0%	4.0%	4.0%
在建工程	3,421.8	4,895.2	4,476.6	3,833.6	3,033.5	管理费用率	10.5%	11.4%	10.8%	10.2%	10.0%
无形资产	3,582.6	3,582.5	3,502.6	3,422.7	3,342.8	财务费用率	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	827.3	1,354.2	1,119.6	1,142.6	1,178.9	三费/营业收入	15.3%	15.6%	16.6%	14.1%	13.9%
<b>资产总额</b>	65,873.2	86,301.5	104,794.5	115,976.4	130,237.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	62.6	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	16.0%	23.3%	28.0%	25.2%	22.7%
应付账款	1,939.4	2,304.1	3,322.0	5,085.4	4,782.6	负债权益比	19.1%	30.3%	39.0%	33.7%	29.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	4.51	3.24	2.77	3.12	3.55
其他流动负债	8,541.9	17,747.6	26,039.2	24,142.2	24,727.2	速动比率	3.09	2.34	1.83	1.78	2.21
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(178.93)	(329.52)	(375.87)	(471.33)	(605.78)
其他非流动负债	17.8	15.6	17.0	16.8	16.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	10,561.6	20,067.3	29,378.3	29,244.4	29,526.2	DPS(元)	3.98	6.17	6.68	8.05	9.94
少数股东权益	1,881.1	2,308.2	3,307.4	4,511.8	5,999.4	分红比率	32.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	1,142.0	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	股息收益率	1.1%	1.7%	1.9%	2.3%	2.8%
留存收益	52,190.4	62,464.5	70,852.5	80,964.0	93,455.7						
<b>股东权益</b>	55,311.6	66,234.2	75,416.2	86,732.0	100,711.3						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	16,269.4	16,455.0	16,776.1	20,223.1	24,983.3	EPS(元)	12.22	12.34	13.35	16.10	19.89
加:折旧和摊销	756.8	848.1	1,196.8	1,561.1	1,891.1	BVPS(元)	42.53	50.89	57.40	65.45	75.40
资产减值准备	0.4	(0.5)	0.0	0.0	0.0	PE(X)	29.1	28.8	26.6	22.1	17.8
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	8.3	7.0	6.2	5.4	4.7
财务费用	0.0	0.0	(64.6)	(62.0)	(59.5)	P/FCF	67.1	31.5	34.5	67.0	20.9
投资损失	(3.1)	(3.9)	0.0	0.0	0.0	P/S	13.8	13.3	11.2	9.3	7.6
少数股东损益	919.6	951.9	1,051.9	1,267.7	1,565.9	EV/EBITDA	8.3	10.4	15.9	13.3	10.6
营运资金的变动	(3,675.2)	2,551.1	(1,318.9)	(12,152.2)	(3,088.3)	CAGR(%)	9.7%	17.3%	3.7%	9.7%	17.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	12,632.5	17,436.3	17,641.3	10,837.8	25,292.6	PEG	3.0	1.7	7.1	2.3	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	(4,580.2)	(2,048.8)	(3,564.1)	(2,981.0)	(2,491.3)	ROIC/WACC	8.2	5.6	5.8	6.1	5.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	(5,041.4)	(5,588.0)	(8,581.4)	(10,112.9)	(12,510.4)	REP	0.9	1.5	2.2	1.5	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034